

Kesan Pertukaran Pengurusan Tertinggi ke atas Harga Saham Syarikat Berkaitan dan Bukan Berkaitan Kerajaan

(The Effects of Top Management Turnover on Share Price of Government and Non-Government Linked Companies)

Mohamat Sabri Hassan
Romlah Jaffar

(Fakulti Ekonomi dan Pengurusan, Universiti Kebangsaan Malaysia)
Anwary Syuhaily Rosly
(Kolej Universiti Poly-Tech MARA)

ABSTRAK

Kajian ini dijalankan untuk melihat kesan pertukaran pengurusan tertinggi (PT) di Syarikat Berkaitan (SBK) dan Bukan Berkaitan Kerajaan (SBBK) ke atas harga saham. Ini disebabkan sebarang pertukaran yang berlaku bagi jawatan ini akan memberi impak kepada hala tuju syarikat kerana pengganti biasanya akan mengubah strategi syarikat. Perubahan ini seterusnya boleh mempengaruhi harga saham yang juga boleh dipengaruhi oleh asal usul pengganti. Amnya SBK di Malaysia, berbanding SBBK, dikawal secara langsung atau tidak langsung oleh kerajaan yang berupaya melantik ahli lembaga pengarah dan PT serta membuat keputusan utama berkaitan dengan SBK. Oleh itu, kesan pertukaran PT bagi kedua-dua bentuk syarikat ke atas harga saham mungkin berbeza. Berdasarkan Teori Kecekapan Pasaran Separa Kuat dan kaedah kajian peristiwa, data sekunder yang terdiri dari harga saham dan maklumat pertukaran telah diperolehi. Hasil kajian mendapati pasaran modal bertindak positif yang signifikan sebelum, semasa dan selepas pengumuman pertukaran. Namun begitu, perbandingan antara syarikat menunjukkan harga saham bagi SBK menunjukkan tindak balas positif sebelum pengumuman pertukaran dibuat, berbanding tindak balas positif untuk ketiga-tiga tempoh dalam kes SBBK. Penemuan ini menunjukkan pelabur SBK telah menerima maklumat terlebih dahulu sebelum pengumuman dan bertindak balas terhadap harga saham. Oleh itu pada tarikh pengumuman maklumat pertukaran sudah tidak mengejutkan lagi. Kajian juga mendapati asal usul pengganti berhubungan positif dengan harga saham. Namun ianya tidak memberi perbezaan ketara antara SBK dan SBBK. Kajian menyumbang kepada literatur dalam memahami reaksi pasaran modal terhadap perubahan PT terutamanya di SBK yang menguasai pasaran modal Malaysia.

Kata kunci: Pertukaran pengurusan tertinggi; harga saham; syarikat berkaitan kerajaan; asal usul pengganti

ABSTRACT

This study was conducted to examine the effects of top management (TM) turnover in the Government (GLC) and the Non-Government-Linked Companies (NGLC) on share prices. Any turnover occurs in this positions will have an impact on the direction of the company because the successor mostly will change the company's strategy. This and the origin of successor might affect share prices. As compared to NGLC, GLC in Malaysia is controlled directly or indirectly by the Malaysian Government which has capability to appoint board of directors and TM as well to make decision on behalf of GLC. Therefore, the effects of TM turnover on share prices may differ between these companies. Based on the Semi Strong Efficient Market Hypothesis and an event study, secondary data, which consist of share price and top management turnover, were collected. The study revealed that the capital market would react positively before, during and after the announcements of TM turnover. However, the comparison between companies showed that the GLC's share prices would react positively only prior to the announcement as compared to a positive reaction through out the three periods for NGLC. These findings show that the GLC investor had received the information ahead the announcement and react towards the share prices. Therefore on the announcement date, the information has not contained any surprise. This study also found, the origin of the successor positively related to share prices. However, capital market is indifferent on the origin of the successor of GLC and NGLC. Findings from the study contribute to the literature on market reaction towards the top management turnover, especially in the GLC, which control the Malaysian capital market.

Keywords: Top management turnover; share price; government linked companies; successor origin

PENGENALAN

Ketua Pegawai Eksekutif (KPE) dan Pengarah Urusan (PU) merupakan individu yang lazimnya memegang jawatan tertinggi dalam sesuatu organisasi. Mereka bertindak

sebagai agen kepada pemegang saham (prinsipal) dan diberikan amanah untuk menguruskan syarikat. Sebarang tindakan yang diambil oleh mereka sering diperhatikan oleh pemegang saham kerana ia boleh menjejaskan kekayaan mereka, melalui turun naik harga saham. Oleh

itu, pemilihan individu untuk memegang jawatan KPE atau PU (selepas ini disebut sebagai 'pengurusan tertinggi') mestilah terdiri daripada mereka yang berkelayakan dan berpengalaman untuk mewujudkan tadbir urus yang baik serta mengarah syarikat kepada berprestasi tinggi. Sekiranya pelabur melihat pertukaran ini sebagai sesuatu yang positif mahupun negatif, maka implikasinya akan terkesan kepada harga saham di sekitar tarikh pengumuman pertukaran (Huson, Malatesta & Parrino 2004; Dahyaa & McConnel 2005; Setiawan 2008).

Secara umumnya kajian yang melihat kesan pertukaran pengurusan tertinggi boleh dikelaskan kepada dua, iaitu kajian peristiwa yang melihat kesan pengumuman ke atas prestasi pasaran, iaitu harga saham atau Tobin's Q (contohnya Huson et al. 2004; Rhim et al. 2006; Setiawan 2008; Setiawan, Phua & Chee 2013; Ishak & Abdul Latif 2012). Keduanya kajian perhubungan yang melihat kesan ke atas prestasi perakaunan (contohnya Intintoli, Zhang & Davidson III 2012; Lindrianasari & Hartono 2012; Ishak, Ku Ismail & Abdullah 2013) ataupun faktor-faktor lain (Sohn, Oh, Kang & Bae 2014; Kim, Sambharya & Yang 2014; Choi & Rhee 2015).

Kajian peristiwa berkaitan pengumuman pertukaran pengurusan tertinggi menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Kajian di Amerika Syarikat dan Indonesia menunjukkan hubungan yang signifikan antara pengumuman pertukaran dan pulangan saham tidak normal (Huson et al. 2004; Rhim et al. 2006; Setiawan 2008). Manakala kajian di Malaysia melaporkan keputusan yang tidak signifikan pada tarikh pengumuman dibuat (Ishak & Abdul Latif 2012). Namun, terdapat hubungan yang positif antara pengumuman pertukaran KPE dan harga saham 10 hari sebelum pengumuman dilakukan. Oleh itu dapatan kajian ini tidak dapat digeneralisasikan secara umum dan ini membuka ruang untuk penyelidikan baharu terutamanya di negara sedang membangun seperti Malaysia yang masih terhad mengkaji isu berkaitan pertukaran pengurusan tertinggi syarikat berdasarkan kajian peristiwa.

Terdapat dua kemungkinan yang mempengaruhi dapatan kajian di atas. Pertama, terdapat perbezaan kecekapan pasaran saham antara negara maju, seperti Amerika Syarikat berbanding negara membangun seperti Malaysia. Pasaran modal Amerika syarikat dikatakan lebih cekap disebabkan peraturan dan perundangan yang lebih ketat (seperti Sarbanes Oxley Act dan reformasi peraturan oleh New York Stock Exchange to be (NYSE). Malaysia, sebagai sebuah negara bersaiz ekonomi yang kecil dan terbuka, terdedah kepada sentimen pasaran yang tidak konsisten (Jarita & Salina 2009), berkecairan dan volum dagangan yang kecil, kurang pelabur bermaklumat serta capaian kepada maklumat yang tidak tepat (Balkiz 2003). Oleh itu, pelabur bertindak mengikut khabar angin atau tingkah laku pelabur lain (*herding behaviour*) yang mungkin dipengaruhi oleh maklumat persendirian yang tidak dikongsi secara umum (Banerjee 1992; Fauzias 1992; Kaminsky & Schmulker 1999; Brahmana, Chee & Ahmad 2012).

Keduanya, di Malaysia, kerajaan lazimnya mempunyai pengaruh yang signifikan ke atas entiti perniagaan melalui pemilikan saham dan syarikat berkaitan kerajaan (SBK). Kerajaan juga boleh melantik wakilnya sebagai ahli lembaga pengarah yang mana boleh mempengaruhi pelantikan kepimpinan tertinggi syarikat (Lau & Tong 2008). Oleh itu keputusan pertukaran pengurusan tertinggi di syarikat ini mungkin dipengaruhi oleh sentimen politik yang mengakibatkan pelabur bertindak tidak rasional. Kajian terdahulu tidak mengambil kira kesan pengumuman pertukaran KPE dan PU syarikat berkaitan kerajaan ke atas perubahan harga saham. Ini membawa kepada persoalan kajian iaitu adakah kesan pertukaran pengurusan tertinggi di Malaysia berbeza di antara SBK dan syarikat bukan berkaitan kerajaan (SBBK). Sekiranya ada, adakah ianya juga dipengaruhi oleh asal usul pengganti pengurusan tertinggi, sama ada dari dalam syarikat atau dari luar syarikat.

Kajian ini bertujuan melanjutkan kajian sebelumnya dengan mengkaji kesan pengumuman pertukaran pengurusan tertinggi ke atas pulangan tidak normal kumulatif saham di kalangan SBK dengan SBBK yang tersenarai di Bursa Malaysia. Sepengetahuan penulis, kajian seumpama ini belum lagi dilaksanakan di negara ini. Kajian ini juga meneliti sama ada asal usul pengganti (dari dalam atau luar syarikat) mempengaruhi harga saham (Rhim et al. 2006; Setiawan 2008).

Hasil kajian ini menunjukkan pengumuman pertukaran pengurusan tertinggi merupakan satu berita baik kepada pelabur dan menyebabkan pulangan tidak normal kumulatif (*CAR*) adalah positif dan signifikan. Walau bagaimanapun hasil kajian juga menunjukkan asal usul pengganti, sama ada dari dalam atau luar tidak memberi kesan yang berbeza kepada *CAR*. Perbandingan kesan asal usul pengganti bagi SBK dan SBBK tidak menunjukkan nilai *CAR* yang berbeza. Ini menunjukkan pengaruh kerajaan ke atas pertukaran pengurusan tertinggi tidak memberi kesan kepada pembuatan keputusan pemain pasaran di Malaysia.

Kajian ini telah menyumbang kepada kajian terdahulu dengan menyokong pandangan bahawa pasaran modal di Malaysia adalah berbentuk separa kuat. Namun begitu kajian ini membuktikan pengumuman pertukaran pengurusan tertinggi mempunyai '*kandungan maklumat*' apabila ianya berhubung secara positif dengan *CAR*. Ini kerana kajian telah dilakukan dalam tempoh ekonomi yang stabil, maka dapatan kajian tidak dipengaruhi oleh faktor kegawatan ekonomi seperti kajian Ishak dan Abdul Latif (2012) yang dilakukan dalam tempoh 2008 hingga 2010 yang mana dapatannya mungkin dipengaruhi oleh krisis pinjaman subprima.

Artikel ini seterusnya diikuti dengan bahagian dua yang membincangkan teori, kajian lepas dan pembentukan hipotesis. Bahagian tiga membincangkan tentang kaedah kajian. Ini diikuti oleh perbincangan berkaitan analisis dan hasil kajian di bahagian empat dan seterusnya diakhiri dengan bahagian lima yang membincangkan tentang kesimpulan kajian.

TEORI, KAJIAN LEPAS DAN PEMBENTUKAN HIPOTESIS

TEORI HIPOTESIS KECEKAPAN PASARAN DAN BUKTI DI MALAYSIA

Penyelidikan yang melibatkan kajian peristiwa dan kerelevanan maklumat perakaunan umumnya bersandarkan kepada teori Hipotesis Kecekapan Pasaran (HKP). Teori ini beranggapan harga sekuriti digambarkan sepenuhnya oleh semua maklumat yang diketahui dengan cepat dan tepat. Oleh itu maklumat lama tidak dapat meramalkan pergerakan harga pada masa hadapan. HKP dapat diklasifikasikan kepada tiga keadaan iaitu kecekapan berbentuk lemah, separa kuat dan kuat. Mengikut hipotesis pasaran modal berbentuk lemah, harga pasaran masa kini menggambarkan kesemua maklumat harga saham pada masa lepas, kadar pulangan, data jumlah perdagangan dan pasaran lain yang menghasilkan maklumat (Reilly & Brown 2006). Ini menyebabkan maklumat berkaitan harga lepas tersebut tidak lagi berguna untuk menentukan arah pergerakan harga saham pada masa akan datang.

Hipotesis kecekapan pasaran modal berbentuk separa kuat pula menyatakan bahawa semua maklumat secara terbuka telah diambilkira dalam harga saham. Maklumat secara terbuka termasuk pergerakan harga lepas atau naik turun, pendapatan dan pengumuman dividen, terbitan hak, pencapaian teknologi, perletakan jawatan pengarah, nisbah harga kepada pendapatan (P/E), nisbah kadar hasil dividen, nisbah harga nilai buku (P/BV), berita ekonomi, politik, dan sebagainya. Oleh itu, para pelabur hanya boleh menghasilkan pulangan luar biasa menerusi maklumat dalaman (Fama 1991). Manakala kecekapan pasaran berbentuk kuat merujuk kepada pasaran di mana harga saham syarikat telah mengambil kira semua maklumat sama ada umum atau persendirian. Dalam hal ini tiada individu atau pelabur atau sekumpulan pelabur akan memperoleh pulangan luar jangka (Fama 1991).

Kajian lepas di pasaran modal negara yang membangun dan sedang membangun menunjukkan keputusan yang bercampur (Sanda, Ang & Gupta 1998; Soon, Baharumshah & Chan 2014). Kajian awal sekitar tahun 1980an dan 1990an menunjukkan pasaran modal di Malaysia adalah lemah (Barnes 1986; Laurence 1986; Saw & Tan 1989). Namun kajian dalam tahun-tahun berikutnya yang menunjukkan pasaran saham modal di Malaysia adalah berbentuk separa kuat (Annuar & Shamsheer 1993; Mansor & Yap 2004; Cheah 2005; Hussin, Ahmed & Teoh 2010) dan bercampur (Sanda et al. 1998).

Perbezaan pandangan ini dipengaruhi oleh faktor pemasaan kajian, saiz sampel, jenis pengumuman maklumat dan kaedah penyelidikan yang digunakan. Kajian oleh Barnes (1986), Laurence (1986), Saw dan Tan (1989), Annuar, Ariff dan Shamsheer (1991) yang dilaksanakan sepanjang tempoh 1973 hingga 1989 menunjukkan kecekapan pasaran di Malaysia adalah bersifat lemah. Namun begitu penyelidikan yang dijalankan sepanjang tahun 1975 hingga 2011 telah

melaporkan dapatan yang bercanggah.

Barnes (1986) mengkaji 30 buah syarikat dan enam sektor indeks dalam tempoh enam tahun dari tahun 1974 hingga 1980. Dengan menggunakan data bulanan dan kolerasi bersiri, hasil ujian menunjukkan tahap kecekapan pasaran berbentuk lemah. Menggunakan ujian korelasi dan larian, Laurence (1986) telah mengesahkan hasil kajian Barnes (1986). Manakala kajian yang dijalankan oleh Saw dan Tan (1989) mendapati pasaran saham di Malaysia adalah tidak cekap dan berbentuk lemah apabila data mingguan digunakan tetapi cekap apabila menggunakan data bulanan.

Perbezaan kaedah penyelidikan yang digunakan oleh penyelidik-penyelidik di atas turut mempengaruhi perbezaan dapatan tentang kecekapan pasaran modal di Malaysia. Antara kaedah yang digunakan adalah ujian korelasi bersiri dan larian (Barnes 1986; Laurence 1986), ujian 'unit root' (Annuar et al. 1991, 1993), kajian peristiwa (Cheah 2005), kajian peristiwa menggunakan nilai sisa purata kumulatif atau/dan purata sisa (Fauzias 1992), tatacara Ujian-Tingkap Hinich dan Patterson (Lim, Liew & Wong 2012). Kajian terkini oleh Soon et al. (2014), menggunakan ujian kepegungan berasaskan GARCH-dengan selaan struktur, menunjukkan bahawa indeks saham Bursa Malaysia tidak konsisten dengan kecekapan pasaran lemah.

Pada tahun 1990-an kecekapan pasaran semakin berkembang. Banyak kajian yang melihat kesan pengumuman ke atas harga saham menunjukkan bukti pasaran modal di Malaysia adalah separa kuat. Antaranya pengumuman dividen (Annuar & Shamsheer 1993; Hussin et al. 2010), program penggabungan (Mansor & Yap 2004) dan pengumuman kemenangan Anugerah Kualiti Perdana Menteri (Cheah 2005). Berdasarkan temuan terkini ini, kajian ini merasakan wajar untuk berpandangan yang serupa. Walaupun kajian Soon et al. (2014) membuktikan dapatan yang berbeza, namun kami berpendapat disebabkan objektif dan pemasaan kajian yang berbeza antara kajian mereka dan kajian ini, maka anggapan kecekapan pasaran separa kuat adalah sesuai bagi kajian ini.

KESAN PENGUMUMAN PERTUKARAN PENGURUSAN TERTINGGI KE ATAS PERUBAHAN HARGA SAHAM SYARIKAT

Pertukaran kepimpinan adalah satu peristiwa penting dalam operasi sesebuah syarikat (Weisbach 1988), kerana ia memberi petunjuk kepada masa hadapan syarikat (Rhim et al. 2006). Keupayaan, polisi operasi dan keputusan yang dibuat oleh pengurusan tertinggi akan memberi kesan kepada syarikat melalui pemilihan projek, polisi kewangan dan budaya korporat. Oleh itu, maklumat pertukaran pengurusan tertinggi ini adalah satu peristiwa yang besar dan mungkin akan mempengaruhi persepsi pelabur dan seterusnya harga saham (Hermalin & Weisbach 1998; Ishak et al. 2013).

Kajian berkaitan kesan pengumuman pertukaran pengurusan terhadap harga saham di Malaysia amat terhad berbanding di negara barat. Beberapa kajian berkaitan kesan pengumuman pertukaran pengurusan tertinggi terhadap harga saham telah dijalankan di Amerika Syarikat, United Kingdom dan Asia menunjukkan dapatan yang bercampur. Kajian oleh Bonnier dan Bruner (1989), Weisbach (1988) dan Rhim et al. (2006) mendapati harga saham bertindak balas secara positif apabila terdapat pertukaran pengurusan tertinggi. Di Asia pula, Kang dan Shivdasani (1996) mendapati pelabur Jepun menerima berita pertukaran pengurusan tertinggi ini sebagai satu berita baik apabila pasaran bereaksi positif terhadap pengumuman pertukaran KPE. Hasil kajian ini adalah konsisten dengan kajian di Indonesia oleh Setiawan (2008) dan Lindrianasari dan Hartono (2012) yang mendapati terdapat perbezaan yang signifikan antara harga saham syarikat selepas pertukaran KPE.

Namun, kajian oleh Mahajan dan Lummer (1993) menemui pulangan saham tidak normal yang negatif pada dua hari sebelum pengumuman dan dua hari selepas pengumuman pertukaran pengurusan tertinggi. Hasil kajian ini konsisten dengan kajian Suchard, Singh dan Barr (2001) yang juga menemui pasaran bereaksi negatif ke atas pertukaran KPE. Kedua-dua dapatan menunjukkan seolah-olah pelabur bimbang KPE yang baharu tidak mampu untuk meningkatkan prestasi syarikat. Pemecatan pengurusan tertinggi yang mempunyai prestasi yang lemah boleh dilihat sebagai satu tindakan yang baik kepada pasaran, namun ianya juga boleh diinterpretasikan oleh pasaran sebagai syarikat sedang menghadapi masalah dan seterusnya akan bereaksi negatif terhadap pertukaran KPE. Hasil yang serupa juga telah dilaporkan di UK oleh Dahyaa, Lonie & Power (2000). Kajian terkini yang dijalankan di Malaysia tidak dapat menunjukkan sebarang bukti hubungan antara maklumat pengumuman pengganti dengan pasaran pada tarikh pengumuman dilakukan (Ishak & Abdul Latif 2012). Berdasarkan teori kecekapan pasaran separa kuat dan hasil kajian lalu yang tidak konsisten kami merasakan maklumat pertukaran pengurusan tertinggi yang diumumkan akan diambilkira dalam harga saham. Maka hipotesis berikut telah dibentuk:

H₁ Pertukaran pengurusan tertinggi dalam sesebuah syarikat memberikan kesan terhadap perubahan harga saham syarikat (pulangan tidak normal kumulatif)

KESAN ASAL USUL PENGGANTI PENGURUSAN TERTINGGI SAMA ADA DARI DALAM SYARIKAT ATAU LUAR SYARIKAT

Kajian lepas mendapati pasaran bereaksi positif dengan penggantian KPE dari dalam syarikat kerana mereka lebih mengetahui keadaan syarikat berbanding orang luar (Dalton & Kesner 1983). Mereka juga mempunyai wawasan yang tinggi dan lebih memahami situasi dalaman, kedudukan, produk, pasaran, persaingan dan hubungan dengan pelanggan bagi sesebuah syarikat (Dherment-Ferere & Reneboog (2000). Pertukaran pengganti dari dalam juga dilihat sebagai satu proses penggantian secara

tersusun (Rhim et al. 2006) kerana firma dilihat telah mempunyai perancangan penggantian yang terancang. Oleh itu penggantian dari dalam boleh dikatakan sebagai satu tindakan yang akan menguntungkan syarikat dan pelabur seharusnya akan bertindakbalas secara positif dengan mempengaruhi harga saham syarikat.

Berbanding pandangan di atas, kajian oleh Worrell, Davidson and Glascock (1993) mendapati pengumuman perlantikan pengurusan tertinggi dari luar syarikat memberi reaksi positif terhadap pasaran kerana pengurusan tertinggi dari luar dapat memelihara imej syarikat terutama apabila syarikat sedang mengalami masalah kewangan atau prestasi yang merosot (Dherment-Ferere & Reneboog 2000). Pandangan ini disokong oleh Farell dan Whidbee (2003) yang menyatakan lembaga pengarah lebih cenderung memilih pengurusan tertinggi dari luar sekiranya syarikat berprestasi yang lemah. Di samping itu, pelantikan pengurusan tertinggi dari luar syarikat dapat memberi idea-idea baharu dan seterusnya membawa wawasan dan semangat baharu bagi mencapai kedudukan yang baik dalam pasaran (Setiawan, Tri Hananto & Phua 2011). Oleh itu, berdasarkan teori kecekapan pasaran separa kuat dan hasil kajian lalu, pengumuman maklumat asal usul pengganti pengurusan tertinggi dijangkakan akan mempengaruhi perubahan harga saham syarikat. Maka hipotesis kedua kajian ini adalah:

H₂ Asal usul pengganti pengurusan tertinggi mempengaruhi perubahan harga saham (pulangan tidak normal kumulatif).

KESAN PENGUMUMAN PERTUKARAN PENGURUSAN TERTINGGI DI SYARIKAT YANG MEMPUNYAI PENGARUH POLITIK (SBK) TERHADAP PERUBAHAN HARGA SAHAM

Pengumuman pemilihan lembaga pengarah yang mempunyai kaitan dengan parti politik akan memberikan kesan signifikan yang positif ke atas harga saham sesebuah syarikat (Goldman, Rocholl & So 2009). Ini adalah kerana hubungan politik dapat membantu syarikat kurang terikat kepada undang-undang dan lebih mudah mendapatkan sumber kewangan melalui pinjaman bank (Agrawal & Knoeber 2001; Khawaja & Mian 2005), dan seterusnya dapat meningkatkan nilai syarikat (Roberts 1990; Fisman 2001; Ramalho 2007).

Di Malaysia, Gul (2006) dan Johnson dan Mitton (2003) membuktikan syarikat yang mempunyai hubungan politik¹ telah mendapat manfaat daripada polisi "*Kawalan Modal*" ketika krisis kewangan dalam tahun 1997. Johnson dan Mitton (2003) menunjukkan "*Kawalan Modal*" yang diperkenalkan oleh kerajaan Malaysia memberi kesan prestasi pulangan saham yang lebih baik berbanding kesan pulangan saham yang teruk pada fasa awal krisis kewangan Asia kepada syarikat kroni ahli politik berpengaruh. Gul (2006) telah membandingkan kesan kegawatan ekonomi ke atas kerja dan yuran audit² yang dikenakan ke atas syarikat yang mempunyai hubungan politik. Kajian beliau menunjukkan yuran audit yang lebih tinggi telah dikenakan ke atas SBK berbanding

dengan SBBK dalam tempoh krisis kewangan di Asia. Namun, yuran tersebut didapati menurun setelah kerajaan memperkenalkan “*Kawalan Modal*” yang dimanfaatkan oleh firma yang mempunyai kaitan dengan politik. Selain itu, SBK juga menunjukkan prestasi kewangan yang lebih baik berbanding SBBK disebabkan perbezaan struktur pemilikan dan tadbir urus syarikat berkenaan (Ab Razak, Ahmad & Joher 2008).

Oleh itu kajian kesan pertukaran pengurusan tertinggi ke atas SBK dan SBBK di Malaysia amat perlu dilaksanakan bagi melihat reaksi pasaran modal berkenaan isu ini. SBK sentiasa menjadi perhatian pemain pasaran kerana ianya banyak dikaitkan dengan kepentingan kerajaan dan hubungan politik. Oleh itu sebarang pertukaran kepimpinannya akan memberi kesan kepada harga saham syarikat tersebut berbanding SBBK. Pengurusan tertinggi yang baru dijangka akan menjaga hubungan baiknya dengan kerajaan dan akan mengurus syarikat bagi kepentingan kerajaan dan dirinya sendiri. Oleh itu, berdasarkan teori kecekapan pasaran separa kuat dan hasil kajian lalu adalah dijangkakan pengumuman pertukaran atau pengganti pengurusan tertinggi SBK akan mempengaruhi perubahan harga saham syarikat dengan lebih signifikan berbanding SBBK. Maka hipotesis ketiga bagi kajian ini ialah:

- H₃ Pertukaran pengurusan tertinggi di syarikat yang mempunyai pengaruh politik (SBK) mempunyai kesan yang lebih signifikan terhadap perubahan harga saham syarikat (pulangan tidak normal kumulatif) berbanding dengan SBBK.

METODOLOGI KAJIAN

Kajian ini menggunakan kaedah kajian peristiwa bagi menilai kesan pengumuman pengurusan tertinggi ke atas perubahan harga saham (Sorokina, Booth & Thornton 2013). Kajian peristiwa telah banyak digunakan dalam kajian terdahulu dalam bidang kewangan dan perakaunan bagi melihat kesan pengumuman pendapatan, pengumuman dividen, penerbitan ekuiti saham, pengstruktur semula organisasi dan kesan keputusan pelaburan ke atas saham syarikat (MacKinlay 1997; McWilliams & Siegel 1997).

Kajian ini menggunakan lima langkah kaedah kajian peristiwa yang digariskan oleh Henderson (1990) seperti berikut:

1. Mengenalpasti tarikh pengumuman berkaitan pertukaran pengurusan tertinggi.
2. Menentukan pulangan normal (pulangan yang dijangka) dalam sesebuah syarikat
3. Mengukur pulangan tidak normal saham (perbezaan antara pulangan sebenar dan pulangan yang dijangkakan) kesan pengumuman pertukaran pengurusan tertinggi.
4. Menjumlahkan pulangan tidak normal saham syarikat.

5. Menguji jumlah pulangan tidak normal saham syarikat secara statistik untuk menentukan sama ada pulangan tidak normal itu signifikan.

PERSAMPELAN DAN TEMPOH PEMERHATIAN

Kajian ini menganalisis tindak balas pasaran saham terhadap pengumuman pertukaran pengurusan tertinggi bagi syarikat yang tersenarai di Bursa Malaysia bagi tahun 2002 hingga 2008. Tempoh kajian ini dipilih kerana dalam tempoh tersebut negara Malaysia bebas daripada krisis kegawatan ekonomi yang mana ianya merupakan faktor luaran yang boleh mempengaruhi perubahan harga saham syarikat. Tempoh kajian juga meliputi tempoh pelaksanaan Pelan Transformasi Syarikat Berkaitan Kerajaan 2004 yang antara lain memberi kesan kepada amalan tadbir urus SBK. Ini kerana pada Fasa Pertama pelan (tahun 2004 dan 2005) telah berlaku perubahan kepimpinan SBK (Jawatankuasa Putrajaya bagi Pretasi Tinggi GLC 2006: 8), dan dijangkakan berterusan hingga ke Fasa Ketiga (2007-2010). Selain itu tempoh ini juga bebas daripada pengaruh perubahan peraturan seperti Piawaian Pelaporan Kewangan Antarabangsa (IFRS).

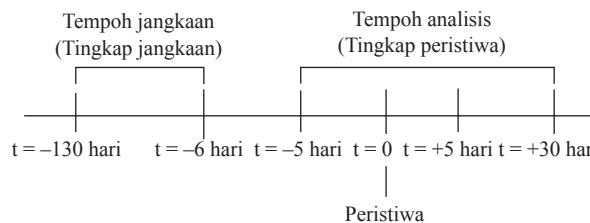
Maklumat pertukaran pengurusan tertinggi diperoleh dari laman sesawang Bursa Malaysia. Syarikat tersenarai yang ada melaksanakan pertukaran pengurusan tertinggi dimestikan mengumumkan maklumat ini dalam laman sesawang Bursa Malaysia. Harga saham harian, maklumat pulangan atas ekuiti (*ROE*), pulangan atas pelaburan (*ROI*) dan saiz (diproksi oleh jumlah aset) syarikat diperolehi dari Terminal Bloomberg di Bursa Malaysia. Pemboleh ubah prestasi dan saiz syarikat diperlukan bagi mengaitkan ciri pengganti dengan prestasi syarikat³. Kajian-kajian lepas (contoh Intintoli et al. 2012; Ishak et al. 2013; Abdullah & Ku Ismail 2013) banyak menggunakan pulangan atas aset (*ROA*) atau Tobins Q sebagai proksi kepada prestasi. Namun penggunaan *ROE* dan *ROI* juga penting bagi menunjukkan kepada pelabur pulangan yang perolehi bagi setiap pelaburan yang mereka dan syarikat lakukan.

Sampel kajian adalah semua SBK yang tersenarai di laman sesawang The Putrajaya Committee (2009) dan dipadankan dengan SBBK yang disenaraikan di Papan Utama Bursa Saham Malaysia. Di sepanjang tempoh kajian, terdapat 33 SBK yang tersenarai dengan 28 daripadanya merupakan syarikat yang mempunyai pertukaran pengurusan tertinggi. Kesemua 28 SBK ini telah dipadankan dengan 28 SBBK berdasarkan nilai pasaran modal. Sehingga 31 Disember 2008, terdapat sebanyak 77 pertukaran pengurusan tertinggi bagi 28 SBK, dan 58 pertukaran bagi 28 SBBK. Oleh itu, jumlah pengumuman pertukaran pengurusan tertinggi adalah 135 bagi 56 syarikat (Jadual 1). Saiz sampel ini mencukupi berdasarkan kepada Roscoe (1975) dan Sekaran (1992) yang mengatakan saiz sampel melebihi daripada 30 dan kurang daripada 500 adalah sesuai bagi kebanyakan kajian.

JADUAL 1. Taburan pengumuman syarikat pengurusan tertinggi

Syarikat	Jumlah pengumuman	%
SBK	77	57
SBBK	58	43
Jumlah	135	100

Kerangka masa kajian ini dihadkan kepada 10 hari agar peristiwa yang tidak berkaitan tidak dimasukkan dalam kajian (Worrell et al. 1993). Selaras dengan Setiawan (2008), lima hari maklumat harga saham sebelum tarikh pengumuman dan lima hari selepas pengumuman telah ditentukan. Ini digambarkan di Rajah 1. Tarikh hari pengumuman ditandakan sebagai $t = 0$, tingkap kejadian untuk analisis diwakili oleh $t = + 5$ hari; dan $t = -5$ hari. Tanda negatif (-) merujuk kepada hari sebelum pengumuman, manakala tanda positif (+) merujuk kepada hari selepas pengumuman. Tempoh jangkaan dalam model ini merangkumi $t = -130$ sehingga $t = -6$. Ini selaras dengan Ma, Pagan dan Chu (2009) yang menggunakan 125 hari sebagai tempoh jangkaan.



RAJAH 1. Garis masa kajian peristiwa

PENGUKURAN PEMBOLEHUBAH

Pembolehubah tidak bersandar bagi kajian ini ialah pertukaran pengurusan tertinggi manakala pembolehubah bersandar adalah pulangan tidak normal kumulatif (CAR) saham syarikat yang dikaji. Pembolehubah pepatung dengan nilai (1) diberikan bagi syarikat yang membuat pengumuman pertukaran pengurusan tertinggi dan pengumuman pengganti dari dalam syarikat, manakala nilai (0) sebaliknya. Kesan pertukaran pengurusan tertinggi terhadap harga saham diukur berdasarkan pulangan tidak normal pada tarikh pertukaran pengumuman. Selaras dengan Dahyaa et al. (2000) CAR merujuk kepada perbezaan antara pulangan sebenar (R) dan pulangan dijangka [$E(R)$]. Jadual 2 memberikan definisi pembolehubah yang berkaitan.

JADUAL 2. Definisi pembolehubah kajian

Pembolehubah	Pengukuran	Definisi
Pulangan tidak normal	$AR_{it} = R_{it} - E(R)_i$ --- (1)	<ul style="list-style-type: none"> R_{it} ialah pulangan sebenar harga saham i pada hari t; $E(R)_i$ ialah pulangan biasa untuk saham i seperti dijangkakan pada hari t.
Pulangan sebenar harga saham	$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$ --- (2)	<ul style="list-style-type: none"> P_{it} ialah harga penutup saham i pada hari t. P_{it-1} ialah harga penutup saham i pada hari $t-1$.
Pulangan dijangka	$E(R_{it}) = \alpha_i - \beta_i R_{mt}$ --- (3)	<ul style="list-style-type: none"> R_{mt} ialah pulangan pasaran indeks portfolio untuk hari t.
Purata pulangan tidak normal	$CAR_{i(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$ --- (4)	<ul style="list-style-type: none"> $CAR_i(t_1, t_2)$ ialah pulangan tidak normal kumulatif dari t_1 hingga ke t_2 pada jangkamasa peristiwa. t_1 ialah tarikh awal pada jangkamasa peristiwa. t_2 ialah tarikh akhir pada jangkamasa peristiwa (hari yang ke-30).

Anggaran koefisien α_i dan β_i (persamaan 3, Jadual 2) bagi pengukuran pulangan dijangka dikira menggunakan persamaan regresi pulangan saham dengan pulangan pasaran menggunakan harga saham penutup setiap hari dan Indeks Komposit Bursa Malaysia untuk 130 hari sebelum pengumuman dan 30 hari selepas pengumuman, tidak termasuk hari tidak niagakan. Tempoh jangkaan (Rajah 1) digunakan untuk menentukan α_i dan β_i di dalam pasaran modal. Anggaran α_i dan β_i adalah untuk mengawal risiko sistematik berkait dengan pasaran dan kemungkinan wujudnya keganjilan seperti kesan daripada saiz syarikat (Banz 1981).

ANALISIS DAN HASIL KAJIAN

ANALISIS DESKRIPTIF

Jadual 3 memperincikan pengumuman berdasarkan jenis syarikat dan bentuk pertukaran pengurusan tertinggi sama ada dari luar atau dalam syarikat. Jadual menunjukkan SBK membuat lebih kerap pertukaran pengurusan tertinggi (77 atau 57%) berbanding SBBK (58 atau 43%). Selain itu, syarikat yang dikaji lebih kerap menggantikan pengurusan tertinggi dengan pengurus baru yang juga merupakan kakitangan sedia ada syarikat (85 atau 63%) berbanding menggantikan pengurus dengan individu dari luar syarikat (50 atau 37%). Dapatan ini konsisten dengan kajian Beatty

dan Zajac (1987) yang melaporkan pertukaran pengurusan tertinggi dengan individu dari dalam syarikat adalah lebih kerap dilaksanakan berbanding dari luar syarikat kerana individu dari dalam syarikat dijangkakan lebih memahami operasi syarikat, produk, persaingan dan mempunyai hubungan sosial yang lebih baik dengan kakitangan syarikat yang sedia ada.

JADUAL 3. Taburan bentuk penggantian pengurusan tertinggi

Penggantian	SBK	SBBK	Jumlah	%
Dari Luar	34	16	50	37
Dari Dalam	43	42	85	63
Jumlah	77	58	135	100

Nota: SBK–Syarikat Berkaitan Kerajaan
SBBK–Syarikat Bukan Berkaitan Kerajaan

Jadual 4 menunjukkan nilai *CAR* di sepanjang 11 hari tempoh kajian. Nilai *CAR* adalah tertinggi pada hari ke 5 sebelum pengumuman (3.42%) dan terendah sehari sebelum pengumuman (2.10%). Jadual 4 juga menunjukkan nilai minima *CAR* dilaporkan dua hari sebelum pengumuman (-0.4073) dan nilai maksima *CAR* adalah 0.7269 pada tiga (+3) hari selepas pengumuman.

JADUAL 4. Maklumat pulangan tidak normal kumulatif (*CAR*) sebelum dan selepas pengumuman pertukaran pengurusan tertinggi

Hari	Minimum	Maksimum	Purata	Sisihan Piawai
-5	-0.3494	0.6344	0.0342	0.1480
-4	-0.3388	0.6424	0.0327	0.1428
-3	-0.3743	0.6470	0.0325	0.1430
-2	-0.4073	0.6300	0.0227	0.1241
-1	-0.3963	0.6222	0.0210	0.1226
0	-0.3449	0.6539	0.0241	0.1310
+1	-0.3325	0.6830	0.0311	0.1314
+2	-0.3363	0.6783	0.0301	0.1431
+3	-0.3363	0.7269	0.0291	0.1470
+4	-0.3243	0.7146	0.0293	0.1447
+5	-0.3010	0.7240	0.0249	0.1419

Nota: -1 hingga -5 (+1 hingga +5) merujuk bilangan hari sebelum (selepas) hari pengumuman (0).

PRESTASI DAN SAIZ SYARIKAT SEBELUM PENGUMUMAN

Jadual 5 menunjukkan maklumat prestasi dan saiz syarikat sebelum pengumuman pertukaran pengurus tertinggi bagi sampel syarikat. Jadual 5 menunjukkan secara umumnya prestasi kewangan kedua-dua syarikat tidak mempunyai perbezaan yang ketara. Jadual menunjukkan SBK dan SBBK yang memilih pertukaran pengurusan tertinggi dari dalam syarikat mempunyai prestasi kewangan yang lebih baik yang diukur berdasarkan nilai *ROE* dan *ROI*. Ini membuktikan bahawa syarikat berprestasi baik berkecenderungan memilih pengurusan tertinggi dari dalam syarikat.

Saiz SBK dan SBBK yang memilih pertukaran pengurusan tertinggi dari dalam adalah lebih besar berbanding bagi pertukaran pengurusan tertinggi dari luar syarikat. Dapatan ini konsisten dengan Dalton dan Kesner (1983) dan Dherment-Ferere dan Renneboog (2000). Ini adalah kerana syarikat yang besar mempunyai ramai pekerja yang cekap dan berpotensi untuk dijadikan sebagai pengganti.

JADUAL 5. Maklumat purata prestasi dan saiz syarikat sebelum pengumuman bagi 135 pertukaran pengurusan tertinggi sama ada dari dalam atau luar syarikat

Prestasi	SBK (n = 77)		SBBK (n = 58)	
	Luar (n = 34)	Dalam (n = 43)	Luar (n = 16)	Dalam (n = 42)
ROE	0.57%	7.15%	4.95%	9.98%
ROI	4.93%	8.58%	6.33%	8.68%
Saiz (log)	15.50	15.58	13.95	14.02

Nota: Saiz = 'natural logarithm' aset syarikat, ROE = Pulangan terhadap ekuiti, ROI = Pulangan terhadap pelaburan

PENGUJIAN HIPOTESIS

Bahagian ini membincangkan hasil analisis bagi menguji setiap hipotesis. Terdapat empat hipotesis yang diuji.

KESAN PERTUKARAN PENGURUSAN TERHADAP KADAR PULANGAN TIDAK NORMAL KUMULATIF

Jadual 6 menunjukkan keputusan analisis ujian-t yang mendapati pasaran modal bertindak balas secara positif dan signifikan di sepanjang 11 hari tempoh kajian. Nilai *CAR* terus menunjukkan nilai positif selepas pengumuman kerana terdapat maklumat yang tidak dijangkakan oleh pasaran yang menyebabkan mereka terus bertindak balas selepas pengumuman yang mengekalkan nilai positif *CAR* (Ball & Brown 1968). Ini bermakna pertukaran pengurusan tertinggi dianggap satu berita baik bagi pelabur/pemegang saham. Pelabur mungkin berharap penggantian pengurusan tertinggi akan membantu meningkatkan prestasi syarikat (Dherment-Ferere & Renneboog 2000; Setiawan 2008). Oleh itu Hipotesis 1 adalah diterima. Hasil kajian ini adalah konsisten dengan kajian Lindrianasari dan Hartono (2012), Setiawan et al. (2011), Setiawan (2008), Bonnier dan Brunner (1989), dan Kang dan Shivdasani (1996). Namun begitu dapatan terkini berbeza daripada Ishak dan Abdul Latif (2012) yang mendapati tiada hubungan yang signifikan antara pengumuman pertukaran dengan harga saham pada tarikh pengumuman dilakukan. Faktor luaran mungkin mempengaruhi kajian mereka kerana kajian telah dilakukan bagi tempoh antara 2008 hingga 2010 yang mana melibatkan faktor luaran seperti kegawatan ekonomi Asia.

Hasil kajian ini juga menyokong dapatan kajian terdahulu (Mansor & Yap 2004; Cheah 2005 dan Hussin et al. 2010) yang mengatakan bahawa pasaran modal di Malaysia adalah berbentuk separa kuat. Pasaran modal

dan pelabur bertindak balas terhadap pengumuman maklumat yang berguna dan pelabur bertindak balas secara positif yang menyebabkan harga saham naik di sekitar tempoh pengumuman pertukaran. Dapatan ini boleh dianggap sebagai satu peristiwa yang penting sehingga menyebabkan perubahan pada harga saham (Weisbach 1988)

JADUAL 6. Keputusan analisis ujian-t sebelum, semasa dan selepas pengumuman (n = 135)

Hari	CAR (%)	Nilai -t
- 5	3.42	2.687***
- 4	3.27	2.661***
- 3	3.25	2.643***
- 2	2.27	2.127**
- 1	2.10	1.990**
0	2.41	2.140**
+ 1	3.11	2.748***
+ 2	3.01	2.446**
+ 3	2.91	2.298**
+ 4	2.93	2.356**
+ 5	2.49	2.040**

Nota: -1 hingga -5 (+1 hingga + 5) merujuk bilangan hari sebelum (selepas) dan 0 adalah hari pengumuman. ***, **, * P < 0.01, P < 0.05, P < 0.10, masing-masing

ASAS USUL PENGGANTI PENGURUSAN TERTINGGI (DARI DALAM ATAU LUAR SYARIKAT)

Jadual 7 melaporkan keputusan bagi hipotesis 2 kajian ini. Jadual menunjukkan CAR adalah positif dan signifikan bagi pengumuman pelantikan pengurusan tertinggi baru di kalangan kakitangan sedia ada. CAR adalah positif dan signifikan pada hari ke 3 hingga 5 sebelum pengumuman dibuat ($p < 0.05$) dan pada hari pengumuman dan selepas pengumuman pada $p < 0.10$, kecuali pada hari pertama selepas pengumuman ($p < 0.05$). Jadual 7 juga menunjukkan secara keseluruhan, pengumuman pelantikan pengurusan baharu dari luar syarikat tidak mempengaruhi kelakuan pelabur dan pasaran saham apabila CAR secara statistiknya tidak berbeza berbanding nilai sifar. Namun begitu hubungan yang signifikan pada $p < 0.10$ pada lima, tiga dan dua hari sebelum hari pengumuman telah dilaporkan bagi pengganti dari luar.

Oleh itu, Hipotesis 2 tidak dapat ditolak. Kajian ini membuktikan bahawa penggantian pengurusan atasan dengan kakitangan dari dalam syarikat itu sendiri menyebabkan CAR menjadi positif dan signifikan berbanding sifar. Pasaran modal/pelabur telah menjangkakan pertukaran pengurusan ini dan bertindak balas secara positif kerana pertukaran pengurusan tertinggi merupakan satu berita baik.

JADUAL 7. Hasil analisis dengan mengasingkan CAR DALAM dan LUAR

Hari	DALAM (n = 85)		LUAR (n = 50)	
	CAR (%)	Nilai-t	CAR (%)	Nilai-t
- 5	3.49	2.047**	3.31	1.765*
- 4	3.56	2.130**	2.78	1.601
- 3	3.42	2.033**	2.97	1.734*
- 2	1.90	1.379	2.91	1.711*
- 1	2.06	1.524	2.16	1.274
0	2.42	1.713*	2.40	1.271
+ 1	3.15	2.260**	3.04	1.562
+ 2	2.91	1.944*	3.19	1.474
+ 3	2.30	1.923**	2.76	1.266
+ 4	2.91	1.917*	2.98	1.367
+ 5	2.48	1.668*	2.51	1.174

Nota: -1 hingga -5 (+1 hingga + 5) merujuk bilangan hari sebelum (selepas) dan 0 merujuk hari pengumuman. **, * P < 0.05, P < 0.10, masing-masing.

Analisis lanjutan dilakukan menggunakan ujian-t dua kumpulan untuk menguji sama ada terdapat perbezaan yang signifikan antara nilai CAR syarikat yang membuat lantikan secara dalaman berbanding syarikat yang melantik individu dari luar. Jadual 8 memaparkan hasil analisis yang menunjukkan tidak ada perbezaan CAR yang signifikan di antara penggantian pengurusan tertinggi sama ada dari dalam atau luar syarikat. Ini bermakna pelabur tidak menjadikan penggantian pengurusan tertinggi yang baharu sama ada dari dalam organisasi atau luar organisasi sebagai satu isu atau maklumat yang penting. Hasil kajian ini konsisten dengan kajian yang dijalankan oleh Beatty dan Zajac (1987) dan Furtado dan Karan (1990) yang turut menemui hasil yang tidak signifikan. Ini mungkin disebabkan semasa pengumuman pertukaran pengurusan tertinggi, pasaran lebih menilai kepada strategi utama dan keputusan operasi syarikat tanpa memberi perhatian kepada bentuk penggantian pengurusan tertinggi (Lubatkin, Chung, Rogers & Owers 1989).

JADUAL 8. Penggantian dari dalam organisasi dan penggantian dari luar organisasi

Hari	DALAM (n = 85)	LUAR (n = 50)	Nilai-t
	CAR (%)	CAR (%)	
- 5	3.49	3.31	0.065
- 4	3.56	2.78	0.303
- 3	3.42	2.97	0.176
- 2	1.90	2.91	-0.454
- 1	2.06	2.16	-0.046
0	2.42	2.40	0.007
+ 1	3.15	3.04	0.044
+ 2	2.91	3.19	-0.109
+ 3	2.30	2.76	0.091
+ 4	2.91	2.98	-0.029
+ 5	2.48	2.51	-0.010

Nota: -1 hingga -5 (+1 hingga + 5) merujuk bilangan hari sebelum (selepas) dan 0 adalah hari pengumuman.

KESAN PENGUMUMAN PERTUKARAN PENGURUSAN
TERTINGGI SYARIKAT YANG MEMPUNYAI PERKAITAN
POLITIK (SBK) DENGAN DENGAN HARGA SAHAM

Analisis seterusnya dilakukan untuk menguji kesan pengumuman pertukaran pengurusan tertinggi ke atas *CAR* bagi syarikat yang mempunyai perkaitan politik (SBK) berbanding SBBK. Kajian ini menjangkakan pengumuman ini akan memberi kesan *CAR* yang lebih baik bagi SBK kerana syarikat secara lazimnya mendapat sokongan dari kerajaan dan perubahan pengurusan dijangka akan memberi kesan positif kepada operasi syarikat. Hasil analisis *ujian-t* satu kumpulan yang membandingkan prestasi SBK dan SBBK ditunjukkan dalam Jadual 9.

Jadual 9 menunjukkan pasaran modal/pelabur bertindak balas secara berbeza bagi pengumuman yang dibuat oleh SBK berbanding SBBK. Pengumuman pertukaran pengurusan tertinggi dianggap satu berita baik oleh pelabur SBBK kerana pasaran bertindak balas secara lebih positif dengan pengumuman tersebut. Malahan pelabur telah menjangkakan pengumuman 'berita baik' apabila nilai *CAR* bagi kelima-lima hari sebelum pengumuman adalah positif dan signifikan ($p < 0.10$) dengan nilai *CAR* di antara 3.39% hingga 3.06%. Ini konsisten dengan dapatan Fauzias (1992), Setiawan (2008), Brahmana et al. (2012) dan Ishak dan Abdul Latif (2012). *CAR* selepas pengumuman juga terus meningkat secara positif dan signifikan sehingga empat hari selepas pengumuman ($p < 0.05$). Nilai *CAR* adalah antara 4.28% sehingga 4.68%. Manakala nilai *CAR* pada hari kelima selepas pengumuman telah jatuh namun signifikan pada $p < 0.10$.

JADUAL 9. Hasil analisis dengan mengasingkan
CAR SBK dan SBBK

Hari	SBK		SBBK		Ujian t dua sampel (SBK Vs SBBK)
	CAR (%)	Nilai-t	CAR (%)	Nilai-t	Nilai-t
- 5	3.45	2.013**	3.39	1.766*	-0.025
- 4	3.40	1.980*	3.10	1.775*	-0.120
- 3	3.40	1.975*	3.06	1.754*	-0.139
- 2	1.64	1.276	3.11	1.713*	0.681
- 1	1.37	1.106	3.07	1.676*	0.800
0	1.59	1.202	3.51	1.793*	0.842
+ 1	2.23	1.661	4.28	2.202**	0.895
+ 2	1.76	1.241	4.68	2.166**	1.176
+ 3	1.66	1.180	4.57	2.006**	1.139
+ 4	1.79	1.255	4.44	2.030**	1.054
+ 5	1.27	0.919	4.11	1.897*	1.153

Nota: -1 hingga -5 (+1 hingga + 5) merujuk bilangan hari sebelum (selepas) dan 0 adalah hari pengumuman. **, * $P < 0.05$, $P < 0.10$, masing-masing.

Manakala, bagi SBK pula, pasaran bertindak balas secara signifikan hanya sebelum pengumuman iaitu pada hari lima, empat, dan tiga sebelum pengumuman dibuat. Selepas pengumuman, nilai *CAR* tidak lagi berbeza secara signifikan berbanding nilai sifar. Ini menunjukkan bahawa maklumat pertukaran bagi kedua-dua SBK dan SBBK telah diketahui terlebih dahulu sebelum diumumkan kepada awam lalu mempengaruhi reaksi pasaran. Ini mungkin disebabkan para pelabur sudah menjangka SBK dan SBBK akan membuat pertukaran pengurusan tertinggi.

Dapatan ini konsisten dengan teori kecekapan pasaran separa kuat yang menyatakan semua maklumat telah diambil kira dalam harga saham. Oleh itu pelabur tidak akan lagi bereaksi dengan pengumuman pertukaran pada tarikh pengumuman kerana pelabur merasakan pertukaran pengurusan tertinggi dalam SBK bukan merupakan satu berita baharu. Analisis lanjutan dilakukan untuk mengetahui sama ada nilai *CAR* berbeza antara SBK dan SBBK di sepanjang tempoh kajian. Ruang 6, Jadual 9 menunjukkan bahawa tidak terdapat perbezaan *CAR* yang signifikan antara dua kumpulan syarikat ini. Oleh itu hipotesis H3 yang menjangkakan *CAR* bagi SBK adalah lebih baik berbanding SBBK ditolak.

Analisis seterusnya dilakukan dengan meneliti kesan pengumuman pertukaran pengurusan tertinggi berdasarkan asal usul pengganti bagi SBK atau SBBK. Analisis ini bertujuan untuk menentukan sama ada pasaran modal memberi reaksi yang berbeza terhadap asal usul pengganti dari SBK dan SBBK. Keputusan analisis ini ditunjukkan dalam Jadual 10. Secara purata, nilai *CAR* tertinggi dan terendah dicatatkan oleh pengganti dari luar organisasi. Nilai *CAR* tertinggi dalam SBBK adalah 0.685 peratus. Manakala nilai *CAR* terendah pula adalah yang melibatkan pengumuman pertukaran SBK iaitu *CAR* 0.092 peratus. Ini menunjukkan pengumuman pertukaran melibatkan pengganti di SBBK dari luar lebih memberi kesan kepada pasaran modal berbanding SBK. Namun, analisis *ujian-t* dua kumpulan menunjukkan nilai *CAR* ini tidak berbeza secara signifikan antara kumpulan yang diuji; iaitu sama ada berdasarkan asal usul pengurusan tertinggi; atau sama ada berdasarkan jenis syarikat (SBK atau SBBK). Dapatan ini menunjukkan pasaran tidak memberi reaksi berbeza mengenai asal usul pengganti dan sama ada pengumuman dibuat oleh SBK atau SBBK.

Secara umumnya kajian ini mendapati pengaruh politik ke atas pengurusan tertinggi tidak memberi apa-apa kesan kepada pembuatan keputusan pemain pasaran. Dapatan ini mungkin dipengaruhi oleh tempoh kajian yang stabil, di mana pemerhatian terhadap kesan tingkah laku kerajaan (dalam bentuk intervensi dan seumpamanya seperti dalam kajian Johnson & Mitton (2003) dan Gul (2006)) yang dapat dimanfaatkan oleh pengganti pengurusan tertinggi tidak dapat dikaitkan dengan tingkah laku pemain pasaran.

JADUAL 10. Kesan penggantian berdasarkan asal usul bagi SBK dan SBBK

Hari	DALAM (n = 85)		Nilai-t	LUAR (n = 50)		Nilai-t
	SBK (n = 43) CAR (%)	SBBK (n = 42) CAR (%)		SBK (n = 34) CAR (%)	SBBK (n = 16) CAR (%)	
-5	0.0494	0.0199	0.865	0.0156	0.0704	-1.373
-4	0.0517	0.0189	0.981	0.0115	0.0625	-1.382
-3	0.0501	0.0171	0.962	0.0136	0.0639	-1.386
-2	0.0203	0.0177	0.093	0.0115	0.0664	-1.528
-1	0.0203	0.0209	-0.023	0.0052	0.0565	-1.423
0	0.0235	0.0249	-0.048	0.0062	0.0618	-1.384
1	0.0295	0.0335	-0.141	0.0131	0.0672	-1.303
2	0.0236	0.0347	-0.369	0.0099	0.0785	-1.498
3	0.0270	0.0330	-0.189	0.0033	0.079	-1.65
4	0.0248	0.0334	-0.279	0.0092	0.0735	-1.389
5	0.0209	0.0288	-0.262	0.0023	0.0735	-1.579
Purata	0.0310	0.0258	-	0.0092	0.0685	-

KESIMPULAN

Kajian ini mengkaji reaksi harga saham terhadap pertukaran pengurusan tertinggi dalam syarikat berkaitan kerajaan (SBK) dan syarikat bukan berkaitan kerajaan (SBBK). Sampel kajian terdiri daripada 135 pengumuman pertukaran pengurusan daripada 56 sampel syarikat. Analisis ujian-t mendapati bahawa pengumuman pertukaran pengurusan tertinggi memberi kesan yang positif dan signifikan terhadap pulangan tidak normal kumulatif saham sebelum dan selepas pengumuman dibuat. Hasil kajian ini membuktikan bahawa berita pertukaran pengurusan tertinggi ini adalah satu berita baik dan pelabur merasakan pertukaran ini adalah sebagai usaha untuk meningkatkan prestasi syarikat dan dengan itu mempengaruhi harga saham.

Hasil analisis seterusnya membuktikan asal usul pengganti pengurusan tertinggi sama ada dari dalam atau dari luar organisasi tidak berbeza secara signifikan terhadap pulangan harga saham syarikat. Ini bermakna pelabur tidak memberi reaksi yang berbeza tentang jenis penggantian ini. Namun, apabila CAR bagi SBK dan SBBK diasingkan, hasil kajian ini mendapati (bagi SBK) pasaran bertindak secara positif yang signifikan hanya sebelum pengumuman manakala bagi SBBK pasaran bertindak secara positif yang signifikan pada sebelum dan selepas pengumuman. Ini memberi implikasi bahawa pelabur mempunyai keyakinan yang tinggi kepada pengganti dalam SBBK. Namun bagi SBK, pihak pembuat polisi pemilihan pengganti (kerajaan) perlu meneliti ciri-ciri pengganti (seperti kelayakan dan pengalaman serta asal usul pengganti) bagi memastikan keyakinan pelabur ke atas kepimpinan baharu sentiasa berterusan untuk satu tempoh masa yang panjang.

Hasil kajian memberikan sumbangan tambahan ke arah memahami reaksi pasaran terhadap pertukaran pengurusan tertinggi terutama di Malaysia disebabkan sistem tadbir urusnya yang unik yang mana kerajaan banyak terlibat dalam perjalanan organisasi berbanding

negara-negara barat. Seterusnya, kajian ini memberi manfaat kepada kerajaan sebagai panduan dalam membantu meningkatkan tadbir urus SBK dengan menetapkan kriteria yang lebih baik dalam peralihan pengurusan tertinggi, dan membuat polisi dan dasar-dasar berkaitan dengan SBK bagi memastikan mereka dapat bersaing dengan lebih kompetitif dengan SBBK.

Terdapat beberapa kekangan dalam kajian ini. Pertama, saiz sampel kajian terhadap kepada 28 SBBK yang dipadankan dengan 28 SBK sahaja. Saiz sampel ini tidak menggambarkan keseluruhan populasi syarikat yang tersenarai di Bursa Malaysia. Kajian di masa akan datang boleh dilakukan dengan meningkatkan saiz sampel SBK dengan mengkaji pegangan kerajaan ke atas syarikat-syarikat lain yang tersenarai di Bursa Malaysia. Ini bagi membolehkan hasil kajian dapat memberikan gambaran yang menyeluruh terhadap kesan pertukaran tertinggi terhadap harga saham ke atas SBK.

Kedua, kajian ini hanya menumpukan kepada pemilihan pengurusan tertinggi berjawatan KPE dan PU sahaja. Kajian akan datang boleh melihat kepada pengurusan tertinggi yang lain secara menyeluruh dengan melihat bukan sahaja pengumuman pertukaran pengurusan tertinggi terhadap harga saham tetapi juga kepada pengumuman-pengumuman lain atau melihat kualiti maklumat yang dilaporkan oleh syarikat-syarikat yang mengalami pertukaran pengurusan tertinggi. Dengan itu ia memberikan satu lagi sumbangan kepada kerajaan dalam membentuk polisi SBK dan pemilihan KPE dan PU yang baru.

Ketiga, kajian hanya mengambilkira syarikat yang tersenarai di Papan Utama sebelum penggabungan Papan Utama dan Papan Kedua di Bursa Malaysia. Oleh itu kajian akan datang dapat melanjutkan kajian ke tempoh terkini dengan menggunakan Papan Utama yang baharu sebagai pensampelan. Ini dapat meningkatkan generalisasi kajian.

NOTA AKHIR

- ¹ Syarikat mempunyai hubungan politik jika sekurang-kurangnya salah satu pemegang saham yang besar atau salah seorang pengurusan tertinggi (KPE, presiden, naib presiden, ketua, atau setiausaha) adalah ahli parlimen, menteri, atau berkaitan rapat dengan seorang ahli politik atau parti politik (Faccio et al. 2006).
- ² Kerja audit ke atas syarikat yang mempunyai hubungan politik perlu dipertingkatkan kerana syarikat ini mempunyai risiko yang tinggi untuk melakukan salah nyata kewangan dalam tempoh krisis kewangan berbanding di luar tempoh krisis.
- ³ Ini bukanlah satu objektif utama kajian ini, sebaliknya ianya digunakan untuk menyokong dapatan kajian ini dan kajian lepas.
- ⁴ Bagi kajian ini, pemerhatian kajian melangkaui 30 hari selepas pengumuman. Ini kerana nilai pulangan tidak normal kumulatif (CAR) masih lagi signifikan selepas lima hari pengumuman pertukaran bagi SBBK (Mehdi 2008).

RUJUKAN

- Ab Razak, N., Ahmad, R. & Joher, H.A. 2008. Government ownership and performance: An analysis of listed companies in Malaysia. *Corporate Ownership and Control* 6(2): 434-442.
- Abdullah, S.N. & Ku Ismail, K.N. 2013. Gender, ethnic and age diversity of the boards of large Malaysian firms and performance. *Jurnal Pengurusan* 38: 27-40.
- Agrawal, A. & Knoeber, C.K. 2001. Do some outside directors play a political role? *Journal of Law and Economics* 44: 179-198.
- Annuar, M.N. & Shamsher, M. 1993. *The Efficiency of the Kuala Lumpur Stock Exchange: A Collection of Empirical Findings*. Selangor: Universiti Putra Malaysia Press.
- Annuar, M.N., Ariff, M. & Shamsher, M. 1991. Technical analysis, unit root and weak-form efficiency of the KLSE. *Banker's Journal Malaysia* 64: 55-58.
- Annuar, M.N., Ariff, M. & Shamsher, M. 1993. Weak-form efficiency of Kuala Lumpur Stock Exchange: An application of unit root analysis. *Pertanika Journal of Social Science & Humanity* 1(1): 57-62.
- Balkiz, O. 2003. Testing informational market efficiency on Kuala Lumpur Stock Exchange. *Jurnal Ekonomi Malaysia* 37: 3-20.
- Ball, R. & Brown, P. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6(2): 159-178.
- Banerjee A.V. 1992. A simple model of herd behavior. *Quarterly Journal of Economics* 7(3): 797-817.
- Banz, R. 1981. The relationships between returns and market value and return for NYSE common stock: Further evidence? *Journal of Financial Economics* 9(1): 3-18.
- Barnes, P. 1986. Thin trading and stock market efficiency: The case of the Kuala Lumpur Stock Exchange. *Journal of Business Finance and Accounting* 13(4): 609-617.
- Beatty, R.P. & Zajac, E.J. 1987. CEO change and firm performance in large corporations: Succession effects and manager effects. *Strategic Management Journal* 8(4): 305-317.
- Bonnier, K. & Bruner, R.F. 1989. An analysis of stock price reaction to management changed in distressed firms. *Journal of Managerial Finance* 11: 95-106.
- Brahmana, R., Chee, W.H. & Ahmad, Z. 2012. The role of herd behaviour in determining the investor's Monday irrationality. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance* 8(2): 1-20.
- Cheah, E.T. 2005. A quality award and stock market reaction: evidence from Malaysia. *Total Quality Management* 16(6): 681-691.
- Choi, E.S. & Rhee, C.S. 2015. The effect of chief executive officers turnover on International financial reporting standards reconciliation. *The Journal of Applied Business Research* 31(5): 1851-1860.
- Dalton, D.R. & Kesner, I.F. 1983. Inside/outside succession and organizational size: The pragmatics of executive replacement. *Academy of Management Journal* 26(4): 736-742.
- Dahyaa, J. & McConnell, J.J. 2005. Outside directors and corporate board decisions. *Journal of Corporate Finance* 11(1-2): 37-60.
- Dahyaa, J., Lonie, A.A. & Power, D.M. 2000. Changes in corporate management: Do they have an impact on share prices and company earnings? *Managerial Finance* 26(9): 66-97.
- Dherment-Ferere, I. & Renneboog, L. 2000. Share price reaction to CEO resignation and large shareholder monitoring in listed French Companies. Diakses dari http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=244678
- Faccio, M., Masulis, R.W. & McConnell, J.J. 2006. Political connections and corporate bailouts. *Journal of Finance* 61: 2597-2635.
- Fama, E. 1991. Efficient capital markets. *Journal of Finance* 46: 1575-1617.
- Farell, K.A. & Whidbee, D.A. 2003. The impact of firm performance expectations on CEO turnover and replacement decisions. *Journal of Accounting and Economics* 36(1-3): 165-196.
- Fauzias, M.N. 1992. Corporate takeover and market efficiency: The Malaysian experience. *Jurnal Pengurusan* 11: 75-94.
- Fisman, R. 2001. Estimating the value of political connections. *American Economic Review* 91: 1095-1102.
- Furtado, E.P.H. & Karan, V. 1990. Causes, consequences, and shareholder wealth effects of management turnover: A review of the empirical evidence. *Financial Management* (19)2: 60-75.
- Goldman, E., Rocholl, J. & So, J. 2009. Do politically connected board affect firm value? *The Review of Financial Studies* 22(6): 2331-2360.
- Gul, F.A. 2006. Auditors' response to political connections and cronyism in Malaysia. *Journal of Accounting Research* 44(5): 931-963.
- Henderson, G.V. 1990. Problems and solutions in conducting event studies. *Journal of Risk and Insurance* 57: 282-306.
- Hermalin, B. & Weisbach, M. 1998. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Review* 88(1): 96-118.
- Hussin, B.M., Ahmed, A.D. & Teoh, C.Y. 2010. Semi-strong form efficiency: Market reaction to dividend and earnings announcements in Malaysian Stock Exchange. *The IUP Journal of Applied Finance* 16(5): 36-60.
- Huson, M.R., Malatesta, P.H. & Parrino, R. 2004. Managerial succession and firm performance. *Journal of Financial Economics* 74(2): 237-275.

- Intintoli, V.J., Zhang, A. & Davidson III, W.N. 2012. The impact of CEO turnover on firm performance around interim successions. *Journal of Management and Governance* 18(2): 541-587.
- Ishak, R. & Abdul Latif, R. 2012. CEO succession and shareholders wealth: Evidence of Malaysian public listed companies, *Procedia Social and Behavioral Sciences* 65: 173-179.
- Ishak, R., Ku Ismail, K.N.I. & Abdullah, S.N. 2013. CEO succession and firm performance: Evidence from publicly listed Malaysian firms. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance* 9(2): 29-48.
- Jarita, D. & Salina H.K. 2009. Herd behavior in Malaysian capital market: An empirical analysis. *Journal of Applied Economic Sciences* 4(1): 45-57.
- Jawatankuasa Putrajaya bagi Pretasi Tinggi GLC. 2006. *Ringkasan Buku Panduan Transformasi. Putrajaya: Jawatankuasa Putrajaya bagi Prestasi Tinggi GLC.*
- Johnson, S. & Mitton, T. 2003. Cronyism and capital controls: Evidence from Malaysia. *Journal of Financial Economics* 67: 351-382.
- Kaminsky, G.L. & Schmukler, S.L. 1999. What triggers market jitters? A chronicle of the Asian crisis. *Journal of International Money and Finance* 18: 537-560.
- Kang, J.K. & Shivdasani, A. 1996. Does the Japanese governance system enhance shareholder wealth? Evidence from the stock-price effects of top management turnover. *The Review of Financial Studies* 9(4): 1061-1095.
- Khawaja, A. & Mian, A. 2005. Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market. *Quarterly Journal of Economics* 120(4): 1371-1411.
- Kim, S., Sambharya, R.B. & Yang, J.S. 2014. Do CEOs exercise managerial discretion to save their jobs? *Journal of Management and Governance*, October: 1-22.
- Lau, Y.W. & Tong, C.Q. 2008. Are Malaysian government-linked companies (GLCs) creating value?. *International Applied Economics and Management Letters* 1(1): 9-12.
- Laurence, M. 1986. Weak-form efficiency in the Kuala Lumpur and Singapore stock markets. *Journal of Banking and Finance* 10: 431-445.
- Lim, K.P., Liew, V.K.S. & Wong, H.T. 2012. Weak-form efficient market hypotheses, behavioural finance and episodic transient dependencies: The case on the Kuala Lumpur Stock Exchange. Diakses dari <http://econwpa.repec.org/eps/fin/papers/0312/0312012.pdf>.
- Lindrianasari & Hartono, J. 2012. Antecedent and consequence factors of CEO turnover in Indonesia. *Management Research Review* 25(3/4): 206-224.
- Lubatkin, M.H., Chung, K. Rogers, R. & Owers, J. 1989. Succession effects in large corporations. *Academy of Management Journal* 32(1): 47-68.
- Ma, J., Pagan, J.A. & Chu, Y. 2009. Abnormal returns to mergers and acquisitions in ten Asian stock markets. *International Journal of Business* 14(3): 235-250.
- MacKinlay, A.C. 1997. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature* 35(1): 13-39.
- Mahajan, A. & Lummer, S. 1993. Shareholder wealth effects of management changes. *Journal of Business Finance and Accounting* 20(3): 393-410.
- Mansor, I. & Yap, C.M. 2004. Market reaction to merger announcements: The case for consolidation of banking sector in Malaysia. *Malaysian Journal of Economics Studies* 41 (1&2): 39-69.
- McWilliams, A. & Siegel, D. 1997. Event studies in management research: Theoretical and empirical issues. *Journal of Academy Management* 40(3): 626-657.
- Mehdi, S. 2008. Financial performance of Shariah-compliant investment: Evidence from Malaysian stock market. *International Research Journal of Finance and Economics* 20: 15-25.
- Ramalho, R. 2007. The persistence of corruption: Evidence from the 1992 presidential Impeachment in Brazil. Working Paper. World Bank. Diakses dari http://www.enterprisesurveys.org/documents/collorpaper_jan_16.pdf.
- Reilly, F.K. & Brown, K.C. 2006. *Investment Analysis and Portfolio Management*. Edisi ke-8. New York: Thomson South-Western.
- Rhim, J.C., Peluchette, J.V. & Song, I. 2006. Stock market reactions and firm performance surrounding CWO succession: Antecedents of succession and successor origin. *American Journal of Business* 21(1): 21-30.
- Roberts, B.E. 1990. A dead senator tells no lies: Seniority and the distribution of federal benefits. *American Journal of Political Science* 34:31-58.
- Roscoe, J.T. 1975. *Fundamental Research Statistics for the Behavioral Sciences*. New York: Holt, Rinehart and Winston, Inc.
- Sanda, A.U. Ang, J.L. & Gupta, G.S. 1998. Behaviour of excess stock return around earnings announcement day: A test of the efficiency of Kuala Lumpur Stock Exchange. *Asian Academy of Management Journal* 3(1): 99-113.
- Saw, S.H. & Tan, K.C. 1989. Test of random walk hypothesis in the Malaysian stock market. *Securities Industry Review* 15(1): 45-50.
- Sekaran, U. 1992. *Research Methods for Business: A Skill Building Approach*. 2nd edition. United States of America: John Wiley and Sons, Inc.
- Setiawan, D. 2008. An analysis of market reaction to CEO turnover announcement: The case in Indonesia. *International Business and Economics Research Journal* 7(2): 119-127.
- Setiawan, D., Tri Hananto, S. & Phua, L.K. 2011. An analysis of market reaction to chief executive turnover announcement in Indonesia: A trading volume approach. *Journal of Business & Economics Research* 9(11): 63-72.
- Setiawan, D., Phua, L.K. & Chee, H.K. 2013. CEO turnover and market reaction in Indonesia. *Indonesia Capital Market Review* 5(2): 85-94.
- Sohn, S., Oh, Y., Kang, M. & Bae, C. 2014. The effect of CEO change on information asymmetry. *The Journal of Applied Business Research*. March/April 30(2): 527-540.
- Soon, S.V., Baharumshah, A.Z. & Chan, T.H. 2014. Efficiency Market Hypothesis in an emerging market: Does it really hold for Malaysia? *Jurnal Pengurusan* 42: 31-42.
- Sorokina, N., Booth, D.E. & Thornton, J.H. Jr. 2013. Robust methods in event studies: Empirical evidence and theoretical implications. *Journal of Data Science* 11: 575-606.
- Suchard, J., Singh, M. & Barr, R. 2001. The market effects of CEO turnover in Australian firms. *Pacific-Basin Finance Journal* 9(1): 1-27.
- The Putrajaya Committee. 2007. GLCs high performance's summary of transformation Manual Putrajaya.
- The Putrajaya Committee. 2009. Diakses dari <http://www.pcg.gov.my>

- Weisbach, M. 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 20: 431-460.
- Worrell, D.L., Davidson, W.N.& Glascock, J.L. 1993. Stockholder reactions to departures and appointments of key executives attributable to firings. *The Academy of Management Journal* 36: 387-401.

Mohamat Sabri Hassan (penulis koresponden)
Pusat Pengajian Perakaunan
Fakulti Ekonomi dan Pengurusan
Universiti Kebangsaan Malaysia
43600 UKM Bangi, Selangor, MALAYSIA.
E-Mel: msabri@ukm.edu.my

Romlah Jaffar
Pusat Pengajian Perakaunan
Fakulti Ekonomi dan Pengurusan
Universiti Kebangsaan Malaysia
43600 UKM Bangi, Selangor, MALAYSIA.
E-Mel: romlah@ukm.edu.my

Anwary Syuhaily Rosly
Kolej Universiti Poly-Tech MARA
Jalan 6/91, Taman Shamelin Perkasa
56100, Wilayah Persekutuan, Kuala Lumpur, MALAYSIA.
E-Mel: anwarysr@gapps.kptm.edu.my

